

Chère Cliente, Cher Client,

Actualités du cabinet

Bienvenue à Julien LE GALL

En Juillet 2017, Michel JAOUEN est parti en retraite. Nous avons mis un an pour trouver un Conseiller compétent. Julien LE GALL a passé 10 ans à la Caisse d'Épargne où il occupait un poste de Conseiller en Gestion Privée.

La reconnaissance de la Profession

APREDIA est l'institutionnel reconnu par les 5 000 Cabinets de Conseillers en Gestion de Patrimoine français. APREDIA publie les annuaires des professionnels du Patrimoine, le livre blanc de la profession, le livre rouge ...

Chaque année APREDIA choisit un Cabinet comme cabinet témoin de la profession pour toutes ses publications de l'année. En Juin 2018, c'est notre cabinet qui a été retenu pour remplir ce rôle. Nous nous en sentons honorés.

Loi PINEL

Le Cabinet a participé très activement à la commercialisation d'un programme immobilier en périphérie de Brest, à Plougastel, dans le cadre de la loi Pinel.

En cas de redémarrage de l'inflation pour les raisons liées à la hausse des prix de l'énergie, des transports, aux tensions du marché de l'emploi ... l'endettement sera probablement le meilleur des investissements.

L'évolution des marchés

L'année 2018 est une année compliquée. Les OPCVM les plus performants de ces dernières années sont souvent les moins performants aujourd'hui.

La taille n'est pas une assurance de performance : les 230 collaborateurs, gérants et analystes de chez Carmignac ne font pas exprès de contre-performer. Leurs analyses sont cohérentes mais leurs prévisions sont trop anticipatrices.

Quand on me demande pourquoi nous mettons autant de lignes dans nos portefeuilles, la lecture des palmarès provisoires de 2018 permet d'en illustrer les raisons et de justifier cette diversification.

En début 2018, après un cycle exceptionnel pour la bourse américaine, qui est passée de 6 500 points en Mars 2009 à près de 27 000 points aujourd'hui, certains prédisaient déjà une chute spectaculaire tandis que d'autres affirment que le cycle peut durer encore longtemps, tant la croissance est vigoureuse (plus de 3 % en 2018), et cela sans forte inflation.

C'est une croissance entraînée par ce que l'économiste Philippe DESSERTINE présente comme la 4ème révolution industrielle (Digitalisation, intelligence artificielle, blockchain, Big data...), qui va apporter des déstabilisations mais aussi de la satisfaction des besoins, des opportunités, et du bien-être.

C'est aussi de l'instabilité qui nous incitera à mettre des enveloppes en place, qui nous donneront raison à différents moments.

Le marché obligataire

Le TEC 10 français, qui sert de référence sur les taux d'intérêts à 10 ans a été de 0,80 % en moyenne sur le mois d'Octobre, tandis que le Bund Allemand restait aux environs de 0,5 %. Ceci amène deux conclusions et un commentaire :

- Les rendements des fonds en euros en assurance-vie, vont continuer à décroître puisque les obligations de Novembre 2008 à 4,29%, arrivées à échéance, vont être remplacées par des obligations à 0,8 %.
- Contrairement à certaines anticipations de début 2018, la remontée des taux n'a pas encore commencé. On ne sait pas quand l'évènement se produira, mais il se produira. Les skippers qui sont allés chercher des vents porteurs vont finir par les trouver mais nous n'avons pas encore connaissance du début du phénomène.

Même la Banque Centrale américaine reste modérée puisqu'elle a plus ou moins annoncé une hausse de 0,25 % en fin d'année, trois en 2019 et une dernière en 2020. En Europe les taux bas sonnent comme une anomalie. Ils ont perturbé beaucoup de gérants en 2018. Il était plus probable de les voir remonter que de rester si bas.

Le commentaire : si la hausse des cours du pétrole pour une raison non maîtrisée, entraînait une hausse de l'inflation, entraînant une hausse des taux d'intérêts, déclenchant une chute des valeurs des obligations ... la loi Sapin II s'appliquerait bien avant la faillite des banques et des Compagnies d'Assurance. Les fonds en euros resteraient garantis, certes, mais immobilisés faute d'actifs inscrits en face du passif.

C'est cela l'économie, et c'est cela la loi Sapin II. Avec une hausse de l'inflation et des taux d'intérêts, ce qui était hier sécuritaire, devient demain insécurisé.

La recherche de sécurité

Comme vous le savez, tous les OPCVM sont classés par degrés de risque sur une échelle qui va de 1 à 7.

Dans le palmarès de H24 Finance du 16 Octobre sur les fonds flexibles par échelle de risque, il est intéressant d'observer que les 5 meilleurs fonds du risque « 3 » (fonds prudents) réalisent une moyenne de – 2,75 % depuis le 1^{er} Janvier.

Les 5 premiers fonds du « risque 5 » (équilibrés) réalisent une moyenne de – 2,65 %. Ainsi les fonds plus risqués baissent moins que les fonds prudents.

A la baisse des marchés actions, s'ajoutent les conséquences de petites hausses des taux d'intérêts, qui pèsent sur le marché de la sécurité.

Un investisseur qui aurait arbitré vers des fonds prudents au mois de Juillet, n'aurait pas fait de meilleures performances qu'en restant exposé sur des fonds actions. En revanche les marchés actions présentent plus d'opportunités à moyen et long terme que les marchés obligataires.

Comme à la pêche à la dynamite, les petites hausses de taux d'intérêts sont de petits pétards qui font remonter les petits poissons à la surface les premiers. Avec de vraies hausses de taux, ce seront probablement les baleines qui suivront, c'est-à-dire les fonds en euros.

Les baleines risquent de remonter le ventre à l'air le jour où nous aurons simultanément une hausse des taux d'intérêt et plus de rachats que de souscriptions en assurance-vie. Il faut donc éviter de raisonner trop tôt et privilégier d'abord les investissements opérationnels.

En Septembre 2016, j'avais beaucoup insisté sur le fait d'investir plutôt en parts de SCPI que sur les supports obligataires directs ou indirects. En cas de hausse des taux, les SCPI souffriront aussi mais elles seront mieux armées pour repartir dans un contexte de reprise de l'inflation.

Encore faut-il savoir les choisir et les acheter dans les meilleures conditions possibles. Le cabinet a trouvé de nouvelles opportunités dans ce domaine.

Les styles de gestion

Il y a deux styles de gestion dominants : les gestions dites « Value » et les Gestions dites « Growth »

Les premières se rapportent à l'évaluation des valeurs des entreprises traditionnelles (Air Liquide, St-Gobain, les banques ...). Souvent, dans l'économie traditionnelle, des valeurs en retournement ...

Les valeurs dites « growth », à forte croissance, sont les plus souvent endettées. On considère qu'une hausse des taux d'intérêts pénaliserait ces sociétés puisque leurs frais financiers sont plus lourds et les multiples de valorisation seraient à abaisser. Dans ce scénario, il y avait consensus en 2018 pour que les valeurs « value » obtiennent de meilleures performances que les valeurs dites « growth ».

Mais c'est l'inverse qui s'est passé. Les taux sont restés très bas et les valeurs de croissance ont continué à performer alors que les valeurs « value » ont été sanctionnées. Ainsi, les gérants long/short « value » (BDL Rempart ; DNCA) ont été distancés par les long/short « growth » (Sycomore ; Moneta).

Cela fait un peu penser à 2001, quand les valeurs de croissances de l'époque étaient survalorisées et qu'il y avait du mépris pour les valeurs traditionnelles comme Renault qui ne se vend aujourd'hui qu'à 3,5 fois ses bénéfices annuels.

Comme dans la route du Rhum, presque tout le monde arrivera, avec des temps différents à cause des routes différentes et, comme dans un embouteillage, quand on quitte une file pour rejoindre celle qui avance ... elle s'arrête à son tour.

L'alignement des planètes

En Février 2015, les gérants étaient très optimistes : on parlait d'alignement des planètes avec des taux d'intérêts bas, une abondance de liquidités, de bons résultats des entreprises, un dollar cher, un prix du pétrole bas ... mais le CAC est passé de 5 200 à 4 000 points, d'Avril 2015 à Février 2016.

Deux clignotants devraient quitter la zone verte dans les mois à venir : les taux d'intérêts et l'abondance de liquidités. Cela dit, ces deux données sont déterminées par les politiques. Il y a donc une marge.

Les taux de rendements

Même si les taux d'intérêts remontent un peu, avec des conséquences sans doute assez lourdes, ils devraient rester bas, ne serait-ce que pour que les états puissent supporter la charge supplémentaire de remboursement de la dette.

Le désendettement pourrait ainsi passer par un écart accru entre les taux servis aux prêteurs et l'inflation.

Si les taux tendent vers 1 % et que l'inflation est à 2 %, l'objectif de la Banque Centrale Européenne, **la perte de pouvoir d'achat, en vue d'une préparation de sa retraite par exemple, sera de 11 % sur 10 ans**. Si l'inflation passe à 3 %, la perte en pouvoir d'achat sera de 22 % sur 10 ans et 35 % sur 15 ans.

A partir de ce constat, n'est-il pas prudent d'accepter de la volatilité sur les sommes placées à plus de 3 ans ?

Le CAC 40 est passé de 1 000 à 5 000 points en trente ans (1988-2018) hors dividendes. Dividendes compris, il a réalisé 8,50 % de moyenne annuelle. Nous obtenons le même résultat : une multiplication par cinq du capital final, hors dividendes moyens de 3 %, **en réalisant six sous-périodes de cinq ans avec six hausses de 4 années à 12 % et une année de baisse à 17 %, tous les cinq ans**.

Il s'agit bien sûr de moyennes avec toutes les précautions que nous devons respecter pour raisonner. Sur ces trente ans, nous avons eu deux guerres du Golfe, la bulle internet, les crises Russes-Asiatiques, la crise de 2008, la crise Grecque ...

En suivant ce raisonnement, nous obtenons en moyenne sur 10 ans une progression de 71 % hors dividendes, ce qui fait un gain en pouvoir d'achat de plus de 50 %, contre une baisse de pouvoir d'achat de 10 % avec les hypothèses que nous avons retenues pour les placements à taux fixes.

Ce raisonnement, établi sur 30 ans d'observation devrait nous apprendre à tolérer et accepter la volatilité des marchés. Cette volatilité s'explique de différentes manières, les flux momentanés ou les écarts passagers entre les valeurs et les prix.

Dans les portefeuilles diversifiés, les baisses de portefeuilles ont pour l'instant été toujours modérées. Mais à l'avenir, il n'y aura pas le matelas que constituaient des obligations ou des fonds en euros à 4-5 %. C'est du passé.

En conclusion, si je ne veux pas perdre de l'argent, il faut que j'apprenne à tolérer un degré de baisse passagère plutôt que de le placer à 1 %, sachant que l'inflation peut passer à 2, mais aussi à 3 ou 5 %. Il suffit de constater l'évolution actuelle des prix de l'énergie pour retenir que les choses ne sont pas maîtrisées et comme je ne peux pas acheter aujourd'hui ce dont j'aurai besoin dans 15 ans, il est nécessaire de mettre en œuvre des stratégies pour pouvoir me les financer.

Quelle attitude adopter ?

In medio stat virtus. On peut hésiter entre ne pas rattraper un couteau qui tombe et faire une moyenne à la baisse selon la vieille méthode des quatre paliers. La croissance mondiale reste dynamique. La période est à observer comme un pic de volatilité, un peu comme en 1987, plutôt qu'un début de crise.

Il y a de vives forces de rappel. Quand les baisses sont très anticipées, elles sont moins fortes et plus courtes parce que les liquidités qui se sont créées reviennent sur le marché. La stratégie dépendra évidemment de l'horizon de l'investissement.

Les taux d'intérêts sur les placements garantis ne sont plus ceux qu'ils étaient. Les rendements garantis devraient continuer à baisser, même si ses taux d'intérêts remontaient. Ce n'est pas demain qu'on retrouvera les taux d'intérêts des emprunts d'état lancés en 2008, qui sont la composante fondamentale des contrats d'assurance-vie et qui arrivent à échéance, remplacés par des taux bas.

Les nouvelles techniques de gestion

Le marché a lourdement sanctionné des annonces de prévisions de chiffres d'affaires en légère baisse (Renault, SOPRA, Bouygues, Atos ...). On peut attribuer cela aux nouvelles techniques de gestion. **Plutôt que de détenir des obligations pour sécuriser les portefeuilles, les gérants préfèrent se placer vendeurs d'actions (« short »)** ou d'obligations, ce qui accélère la baisse de certains cours, qui se redresseront plus tard. C'est ce qui a fait remonter la grande distribution dont les prévisions à long terme sont pourtant pessimistes.

Depuis toujours, pour rechercher de la sécurité, les gérants se plaçaient sur une fraction plus ou moins importante d'obligations plus ou moins bien notées.

Aujourd'hui, par méfiance du marché obligataire, les gestions préfèrent se porter « vendeurs d'actions », dont le rendement est très faible et le risque élevé en cas de hausse des taux. Cela peut expliquer en partie les chutes de certaines valeurs malgré leurs faibles révisions à la baisse de leur chiffre d'affaires.

Les techniques d'ordres STOP ou les stop-loss ont les mêmes effets. Cela explique les - 15 % pris par certaines actions en une seule journée alors que les résultats sont justes en légère baisse. Comme disent plusieurs gérants, ce qui est n'est pas cher se revend encore moins cher et ce qui était cher s'achète encore plus cher.

La rotation des actifs est devenue un mode de gestion. A un moment, les gérants surpondèrent le luxe, les médias et l'automobile, pour passer ensuite aux technos, aux bancaires et à la pharmacie, puis revenir ensuite aux premiers secteurs, ce qui génère des vagues d'investissements et de désinvestissements. Rassurons-nous, tout cela a de la valeur et j'ai une préférence pour l'argent qui travaille et les armées mobiles que celles qui restent en caserne.

Je rappelle néanmoins que tout investissement en valeurs mobilières présente des aléas et des fluctuations dans les valorisations qui peuvent être liés aux résultats des entreprises, à l'évolution des taux d'intérêts, à l'abondance des liquidités, aux fluctuations des monnaies...

Aux formules de précautions convenues, je pense que les autorités monétaires devront un jour imposer d'ajouter « quand un placement est garanti, il est garanti par qui et l'est-il absolument dans toutes les types de contexte ? » ou encore « à tel degré de risque correspond tel rendement espéré ».

D'ailleurs, ayons conscience qu'un fonds prudent qui affiche - 3 %, publie sa vraie performance annuelle alors qu'un fonds en Euros qui fera + 1,50 % annoncera une performance qui tient à la stratégie commerciale, mais qui sera fautive, comme en 1994. A un moment, il y aura forcément une régulation.

Les zones ou les secteurs économiques

Le Pétrole

Depuis 2008, nous avons observé le baril de pétrole varier de 150 \$ à 20, puis revenir à 80 \$.

Les accords de l'OPEP, les tensions entre l'Arabie et l'Iran, la crise vénézuélienne ont contribué à faire remonter les cours dont les conséquences se font sentir sur le pouvoir d'achat et donc sur la croissance mondiale.

C'est un phénomène qui atteindra ses limites. Les pays producteurs n'ont pas de raison d'enrayer la croissance mondiale. La mission de l'OPEP est aussi la régulation pour protéger ses profits.

L'Asie

Les valeurs des pays émergents souffrent évidemment des tensions commerciales protectionnistes de Donald TRUMP, notamment sur l'Acier.

Les Etats-Unis

La croissance reste exceptionnellement forte. Certains affirment même qu'elle pourrait continuer encore longtemps et dépasser la croissance chinoise en 2019, les moteurs de cette croissance étant la baisse de la pression fiscale et l'émergence des nouvelles technologies. Peu de gérants ont misé sur les Etats-Unis en début 2018. Ils se sont trompés.

En quelques mois les taux américains sont passés de 1,50 % à 3,10 %. C'est une hausse déjà significative qui peut expliquer l'attentisme de certains gérants.

L'Europe

Pour la 1ère fois, le budget d'un pays européen, celui de l'Italie a été refusé par les autorités européennes. C'est presque une bonne nouvelle : toute procédure de contrôle permet d'assainir et de rendre plus crédible une comptabilité nationale.

Ce qu'on peut retenir

Les tensions géopolitiques, les hausses du prix du pétrole, les changements de gouvernements, les corrections boursières consécutives à des hausses excessives, les difficultés budgétaires de certains pays ... beaucoup de ces phénomènes se sont déjà produits depuis 1981. Nous sommes habitués.

Il n'y a qu'un « bug » qui ne s'est pas encore vraiment produit : c'est une remontée significative des taux d'intérêts. C'est la variable à surveiller, qui suivra les signaux d'inflation.

Dans cet environnement, on doit se rappeler que l'investissement en action est risqué. Mais les investissements prudents le sont devenus aussi. Dans le 1er cas, nous avons une rémunération du risque, souvent lié à la réussite des paris technologiques. Dans l'autre cas, celui de la sécurité des obligations, il y aura du risque mais pas de coupons en face pour rémunérer correctement ce risque.

Nous vous souhaitons une excellente fin d'année et vous adressons nos sentiments les plus dévoués.



Pierre CORRE

Rédaction achevée le 31 Octobre 2018. Aucun passage de cette lettre de conjoncture n'a été copié ou inspiré par un document d'information d'un autre conjoncturiste.

SARL au capital de 125.010 € - RCS QUIMPER TGI 477 780 993 - N° Gestion 2004 B 379

SIRET : 47778099300028 - Code APE : 6622Z - TVA Intracommunautaire : FR8447778099300028

Enregistrée à l'ORIAS sous le N° 07005135 (www.orias.fr) en qualité de Courtier d'assurance ou de réassurance (COA)

Intermédiaire en Opérations de Banque et Services de Paiement enregistré dans les catégories suivantes :

Courtier en Opérations de Banque et en Services de Paiement (COBSP)

Mandataire non exclusif en Opérations de Banque et en Services de Paiement (MOBSP)

Conseiller en Investissements Financiers (CIF) adhérent de la Chambre Nationale des Conseils en Gestion de Patrimoine - Association agréée par l'Autorité de Marchés Financiers

Activité de transaction sur immeubles et fonds de commerce, carte professionnelle n° CPI 2903 2016 000 009 324 délivrée par la CCI de Quimper Cornouaille

Garantie financière de la compagnie MMA IARD Assurance Mutuelles, sise au 14 boulevard Marie et Alexandre Oyon 72030 Le Mans Cedex 9